

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/95274>

Please be advised that this information was generated on 2019-06-26 and may be subject to change.

EELKE DE JONG

Het ontstaan van de kredietcrisis

INLEIDING

In het najaar van 2008 raakt de wereldeconomie in een diepe recessie. De internationale handel daalt dramatisch. In de periode van oktober 2008 tot januari 2009 daalt de uitvoer van Japan met 36 procent en die van het eurogebied met ruim 15 procent. Het gevolg is een sterke daling van productie en werkgelegenheid.¹ Nog nooit eerder was na de Tweede Wereldoorlog een dergelijke grote val in economische activiteit waargenomen.

Voorafgaand aan deze economische recessie is er onrust op de financiële markten. Deze onrust begint al in 2007, wanneer blijkt dat veel Amerikaanse huizenbezitters hun hypotheek niet kunnen aflossen. Deze hypotheeklen zijn gebruikt als onderpand voor andere financiële producten. De laatste zijn aan verschillende beleggers, zoals pensioenfondsen, andere institutionele beleggers en banken over de hele wereld verkocht. Het resultaat hiervan is dat een betrekkelijk lokaal probleem – namelijk dat een deel van de Amerikaanse hypotheeklen niet wordt afgelost – wereldwijde gevolgen heeft.

De ontwikkelingen komen in een neerwaartse spiraal als op 15 september 2008 de investeringsbank Lehman Brothers failliet gaat. Deze blijkt met heel veel andere financiële instellingen over de hele wereld verbonden te zijn, waardoor nog meer financiële instellingen in de problemen raken. Bovendien is het onduidelijk waar de grens ligt tussen banken die wel en die niet door de overheid gered worden. Deze hoge mate van onzekerheid zorgt ervoor dat het onderlinge vertrouwen tussen de banken

verdwijnt. Men durft geen leningen meer aan elkaar te verstrekken. De kredietverlening aan particuliere bedrijven wordt drastisch teruggeschoefd. Waar banken in de voorafgaande jaren wellicht wat al te scheutig waren geweest in hun kredietverlening, worden ze nu erg terughoudend. Bedrijven kunnen moeilijk of geen kredieten meer krijgen. Hierdoor valt de vraag weg en ontstaat de economische crisis. Deze economische crisis werd dus veroorzaakt door de financiële crisis, die bekend is geworden als de kredietcrisis of in het Engels de *subprime crisis*. De Engelse term verwijst naar de hypotheeken waar alles mee is begonnen: hypotheeken die waren afgesloten met mensen met een lage (*subprime*) kredietwaardigheid.

De vraag die dan rijst is: hoe heeft de kredietcrisis kunnen ontstaan? In dit hoofdstuk zet ik de hoofdredenen van deze crisis uiteen. Het standpunt dat beschreven wordt, is de vrij algemeen aanvaarde verklaring van deze crisis. Deze verklaring kan in vier delen worden opgesplitst. Allereerst komt er te veel geld in het financiële systeem. Het beleid om de Chinese munt een lage waarde te geven speelt in deze fase een belangrijke rol. Doordat er veel geld in het systeem komt, is de rente uitzonderlijk laag. Dit leidt ertoe dat de gewone kredietnemers van banken al voorzien zijn. Banken moeten op zoek naar nieuwe klanten, die per definitie minder kredietwaardig zijn. Dit is de tweede fase. De derde fase begint als de banken het hogere kredietrisico willen spreiden. Zij verkopen de risicovolle producten door aan anderen. Deze zijn graag bereid ze te kopen, want de verwachte rendementen zijn veel hoger dan de lage rentes op obligaties. Deze lage rentes zijn erg vervelend voor institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Zij hebben verplichtingen die vaak gebaseerd zijn op de veronderstelling dat met risicoloos beleggen gemakkelijk vier procent aan rendement gehaald kan worden. Kan dat niet, dan is de neiging groot in risicovollere producten te beleggen. Tijdens de tweede en derde fase wordt dus steeds meer risico genomen; ban-

ken geven kredieten aan personen die voorheen niet of nauwelijks krediet konden krijgen en beleggers nemen steeds meer risico om een goed rendement te halen. Dit gaat goed zolang de rente laag blijft. Stijgt de rente, dan komen we in de vierde fase. Dit is de fase waarin de crisis uitbreekt. Door de stijgende rente kunnen sommigen de rente en aflossing op de leningen niet meer betalen. Dan blijkt dat het ene financiële product op het andere is gestapeld, waardoor bij het omvallen van één onderdeel het geheel als een kaartenhuis in elkaar stort.

Het proces dat het ontstaan van de crisis beschrijft is niet nieuw. In grote lijnen heeft het zich eerder voorgedaan.² Heeft dan niemand voorzien dat het mis zou gaan? Aan het einde van dit hoofdstuk bespreek ik een paar auteurs en beleidsmakers die voor (een deel van) de gevaren hebben gewaarschuwd. Toch is daar niet of in onvoldoende mate op gereageerd. Waarom niet? Daarover gaat een groot deel van de rest van deze bundel.

TE VEEL GELD

Waardoor is er te veel geld in het westerse financiële systeem gekomen? Voor een groot deel is dit te verklaren uit het gedrag van de Chinese en Amerikaanse overheden. Wat is namelijk het geval? Vanaf het midden van de jaren negentig heeft China één wisselkoers. Deze wisselkoers wordt niet door vraag en aanbod bepaald, maar door de Chinese monetaire autoriteiten. Deze hebben de wisselkoers zo vastgesteld dat de Chinese munt relatief goedkoop is. Door de goedkope Chinese munt kunnen bedrijven uit China goed concurreren en worden veel in China gemaakte goederen verkocht. Het resultaat is dat China elk jaar veel meer producten aan het buitenland verkoopt dan het uit het buitenland koopt. Dit leidt tot een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Normaal gesproken kan dit overschot gecompenseerd worden door een tekort op de financiële rekening van de betalingsbalans

(tot 2000 bekend als de kapitaalrekening). Een tekort op de financiële rekening betekent dat Chinese burgers en bedrijven geld hebben geïnvesteerd in buitenlandse beleggingen: obligaties, aandelen en onroerend goed. Dit gebeurt niet of te weinig.

Er zijn verschillende redenen waarom Chinese particuliere partijen niet of niet voldoende beleggen in het buitenland. De eerste is een economische. Zoals hiervoor al is aangegeven wordt de waarde van de Chinese munt laag gehouden. Sommigen – vooral de Verenigde Staten – beschouwen dit als oneerlijk en pleiten daarom al jaren voor een waardestijging van de Chinese yuan. De Chinese autoriteiten hebben de munt ook wel wat in waarde laten stijgen, maar dat gaat heel langzaam. Een wisselkoers is een relatieve prijs: het is de prijs van de Chinese yuan in termen van de US dollar of de euro. Een stijging van de waarde van de yuan in termen van de dollar betekent een even zo grote waardedaling van de dollar in termen van de yuan. De druk om de yuan op te waarderen is dus gelijk aan de druk de dollar af te waarderen in termen van de yuan. Kortom, als een Chinese investeerder in dollars of euro's belegt, loopt hij of zij een grote kans dat de waarde van zijn of haar bezittingen uitgedrukt in de Chinese yuan daalt. Daardoor daalt ook zijn rendement op de dollarbelegging en neemt de neiging in dollars (euro's) te beleggen af. Bovendien, door de hoge economische groei in China zijn daar genoeg investeringsmogelijkheden met hoge rendementen. Deze hebben niet het risico van waardedaling door een lagere waarde van de dollar of euro. Ten slotte zijn de overschotten op de lopende rekening zo groot dat het ook voorstelbaar is dat de bedrijven niet zo snel goede beleggingsmogelijkheden zien. Samenvattend, op grond van economische overwegingen valt prima te begrijpen dat Chinese bedrijven en instellingen niet veel in het buitenland beleggen.

Daar komen nog een paar politieke redenen bij. Allereerst heeft China geen vrij kapitaalverkeer. Dit bemoei-

lijkt het investeren in en vanuit China. Verder worden niet alle Chinese investeringen in het buitenland gewaardeerd. Vooral als het fysieke zaken zijn, zoals een bekend gebouw of het beheer van een haven, komt er in het buitenland vaak weerstand. We gaan ons tafelzilver toch niet aan de Chinezen verkopen en daardoor misschien ook politieke macht uit handen geven?

Het gevolg van het bovenstaande is dat de Chinese exporteurs hun opbrengsten niet in het buitenland beleggen maar in China zelf. Met de uit de verkoop van goederen verkregen dollars gaan ze naar de Chinese centrale bank en wisselen de dollars om in Chinese yuan. De centrale bank krijgt op die manier dollars. De Chinese monetaire reserves nemen toe. Deze reserves zijn bedoeld om in tijden van nood de eigen munt te verdedigen en worden daarom belegd in obligaties met een korte looptijd. Dan kan de centrale bank, indien nodig, de beleggingen snel verkopen om de eigen munt te verdedigen. De Chinese centrale bank heeft de monetaire reserves voor een groot deel belegd in kortlopend Amerikaans schatkistpapier.

Nu wil het geval dat vanaf 2002 dit de Amerikaanse regering heel goed uitkomt. Na de aanslagen van 11 september 2001 meent de regering-Bush de belangen van de Verenigde Staten het beste te dienen door een oorlog met Irak te beginnen. Dat kost geld. Dat kan op drie manieren verkregen worden. De regering kan de belasting verhogen. Dat staat bij de Republikeinen gelijk aan vloeken in de kerk en kan daarom niet. De regering kan ook de uitgaven op andere posten verminderen. Dat is vaak lastig vanwege al aangegane verplichtingen en maakt een regering ook niet populairder. Ten derde kan ze het geld lenen, en dat is wat de regering-Bush heeft gedaan. Onder normale omstandigheden leidt een dergelijke grote vraag naar geld tot een, waarschijnlijk forse, rentestijging. Dat is nu niet gebeurd omdat de Chinezen bereid waren de staatsobligaties van de Verenigde Staten te kopen. Hoewel de Amerikaanse overheid een groot beroep deed op de kapitaalmarkt, bleef

door de bereidheid van de Chinezen om de tekorten te financieren, de rente dus laag.

Er is ook nog een Amerikaanse oorzaak van de lage rente, namelijk het ruime monetaire beleid van de Amerikaanse centrale bank. In de jaren negentig beleven de aandelenmarkten gouden tijden. De prijzen van de aandelen stijgen aan één stuk door. Verschillende beleggingsfondsen doen goede zaken. Een belangrijk fonds was Long-Term Capital Management, dat winsten maakte door gebruik te maken van kleine prijsverschillen op de financiële markten. Door grote posities in te nemen kon het ondanks de geringe prijsverschillen veel winst maken. In de eerste jaren – het fonds is opgericht in 1994 – ging dit goed. Tijdens de crisis van 1998 rond de Russische roebel kon de Russische overheid niet meer aan haar verplichtingen voldoen. Beleggers raakten in paniek en Long-Term Capital Management kon niet op tijd al zijn posities afwikkelen. Het bedrijf ging failliet. De Federal Reserve Bank van New York was bang dat hierdoor een kettingreactie zou ontstaan die de hele financiële sector zou treffen en vroeg daarom aan verschillende belangrijke banken om geld in te leggen in een noodfonds van ruim 3,6 miljard dollar. Deze banken moesten dat geld ook lenen. Vandaar dat zij informeel druk legden op het Federal Reserve System (de FED, de Amerikaanse centrale bank) om de rente laag te houden.

Een andere reden was dat na het uiteenspatten van de internetbubbel in 2000 de FED de economie wilde stimuleren om daarmee te voorkomen dat een diepe recessie zou ontstaan. De FED moet namelijk zorgen voor een lage inflatie en voor economische groei. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft deze dubbele doelstelling niet; hij moet zijn beleid alleen richten op het beheersen van de inflatie. Greenspan, de voorzitter van de FED, had in deze periode het idee dat hij door het sturen van de rente een recessie zou kunnen voorkomen. Vaak leidde dat tot een (te) lage rente. De Europeanen werd in die tijd, de eerste jaren van

deze eeuw, wel verweten dat ze met hun, in Amerikaanse ogen, hoge rente de economie vernielden.

Samenvattend, door de overschotten op de lopende rekening van China kwam er te veel geld in het systeem. Hierdoor werd de rente gedrukt, ook al leende de Amerikaanse regering veel geld. Verder heeft vanaf ongeveer het midden van de jaren negentig de Amerikaanse FED ook een beleid gevoerd gericht op een lage rente.

BANKEN ZOEKEN NIEUWE KLANTEN

Zoals we hierboven betoogd hebben, is de rente vanaf ongeveer de eeuwwisseling erg laag. Deze lage rente heeft twee gevolgen. De eerste is dat de gewone kredietnemers van banken al zijn voorzien. Immers, een bedrijf dat denkt voor een investering zes procent rente te kunnen opbrengen kan zeker vijf procent rente betalen. Omdat de gebruikelijke klanten al zijn voorzien, moeten de banken op zoek naar nieuwe klanten om hun winst op peil te houden.

Banken gaan op zoek naar nieuwe klanten. Dit zijn klanten die onder normale omstandigheden niet kredietwaardig worden geacht. In dit geval zijn deze nieuwe klanten Amerikaanse burgers met een tijdelijk arbeidscontract en geen eigen vermogen. Hoewel ze weinig tot geen zekerheden bieden, wordt aan hen wel een hypotheek verstrekt. Waarom zijn deze Amerikaanse NINJA's (No Income, No Job, no Assets) de nieuwe klanten van de banken geworden? Hiervoor zijn verschillende redenen die zowel aan de kant van de vragers als aan de kant van de aanbieders van de hypotheken liggen.

De vraag naar hypotheken wordt in Amerika mede gestimuleerd door het ontbreken van een sociale huursector. Een gezin met weinig inkomen is dan al gauw overgeleverd aan de commerciële huursector, waar de huren veel hoger zijn dan wanneer er sociale huurwoningen beschikbaar zouden zijn. Door dit gebrek aan een alternatief is het aantrekkelijk een eigen huis te kopen. Bovendien,

de huizenprijzen waren tot dan toe steeds gestegen, dus als men aanneemt dat ze ook in de toekomst stijgen, dan is er geen probleem. Mochten de inkomsten tegenvallen, dan kan het huis alsnog verkocht worden. Daarnaast kan in veel Amerikaanse staten de inwoner van een huis de sleutels bij de bank inleveren en is hij of zij daarmee van de hypotheeklast af. Kortom, het alternatief om een eigen huis te kopen is in Amerika aantrekkelijker dan in Nederland. Dit wordt nog aangewakkerd door de algemene mening en het politieke ideaal dat iedereen een eigen huis zou moeten bezitten. Verder was het in de jaren negentig steeds gebruikelijker geworden hypotheekleningen te gebruiken voor het aankopen van duurzame consumptiegoederen in plaats van het financieren van het huis zelf.³ In deze tijd daalt de rente omdat de inflatie daalt en laag blijft. De inflatie kan laag blijven omdat de productie van veel goederen overgeheveld wordt naar goedkopere landen, voornamelijk China. Deze verschuiving van productie tast het inkomen van een deel van de Amerikaanse bevolking aan, die dit opvangt door bestedingen te financieren met een extra hypotheek. De hypotheek is weer goedkoop omdat de rente laag is en men algemeen aanneemt dat de huizenprijzen blijven stijgen. Dit proces zet in deze eeuw door, maar de kwaliteit van de leners wordt wel steeds slechter. Bovendien gaan privépersonen uit speculatieve motieven huizen kopen en verkopen.

Aan de kant van de banken is er ook druk om hypotheekleningen aan personen met een laag inkomen te verstrekken. Dit wordt ingegeven door regelgeving van de federale overheid. Wat is namelijk het geval? In 1977 wordt de Community Reinvestment Act (CRA) aangenomen. Op zich is dit een zeer onschuldige wet, die banken verbiedt om bij het verlenen van kredieten (waaronder hypotheekleningen) de lener te selecteren op grond van de postcode. Iemand die in een gebied woont waarin het gemiddeld inkomen laag is, mag geen lening geweigerd worden omdat het gemiddelde inkomen laag is. Bankleningen mogen alleen naar de kredietwaardigheid van de persoon zelf kijken.

In 1994 wordt de CRA van stal gehaald als de banken een verzoek indienen voor het toestaan van *interstate banking*. Na de grote depressie van de jaren dertig van de vorige eeuw was namelijk in de Glass-Steagall Act besloten dat Amerikaanse banken alleen maar bank mochten zijn in één Amerikaanse staat. Men wilde zo voorkomen dat de problemen van de ene naar de andere staat zouden overslaan. Sinds ongeveer 1990 hadden Europese banken aandelen gekocht van Amerikaanse banken in verschillende Amerikaanse staten. Op die manier konden Europese banken wel in verschillende staten een bank bezitten. De Amerikaanse banken vonden dat niet eerlijk. Het Congres en verschillende consumentenorganisaties begrepen de logica van dit verzoek wel, maar wilden toch graag iets in ruil voor het verruimen van de mogelijkheid tot bankieren in de Verenigde Staten. Zij lieten bepalen dat *interstate banking* werd toegestaan, maar dat de banken wel geacht werden te voldoen aan de CRA-criteria. Dit laatste betekende dat de banken verplicht dan wel aangespoord werden een deel van hun leningen te verstrekken aan mensen die weinig inkomen en weinig vermogen bezitten. In 1999 herhaalde dit spel zich. Toen beklagden de Amerikaanse banken zich over het feit dat een deel van de Europese banken niet alleen bankactiviteiten ontwikkelde maar ook verzekeringsproducten verkocht. De Amerikaanse banken mochten echter bankieren en verzekeren niet combineren. Met het aannemen van de Gramm-Leach Bliley Act werd deze mogelijkheid wel toegelaten. Weer werd een bepaling opgenomen dat de banken in ruil voor deze toezegging aan de CRA-criteria zouden moeten voldoen.

Het belang van deze wetgeving in het ontstaan van de kredietcrisis wordt betwist. Sommigen zeggen dat de bepalingen wel in de wetten zijn opgenomen maar dat er feitelijk weinig mee is gedaan. Anderen beweren dat er duidelijke doelen aan de banken werden opgelegd. Ze zouden een bepaald percentage van hun leningen aan arme mensen moeten verstrekken. Arnold Schilder, de toenmalige

directeur toezicht van De Nederlandsche Bank, noemt vier procent.⁴ Wat de waarheid ook is, duidelijk is wel dat de algemene opinie en de overheid in de Verenigde Staten het verstrekken van deze hypotheekleningen aanmoedigden.

DE BANKEN DELEN HET RISICO MET INVESTEERDERS

De banken die de *subprime* hypotheekleningen verstrekten hadden, beseften wel dat ze hierdoor een verhoogd risico op wanbetaling liepen. Ze probeerden daarom het risico te verminderen door het te spreiden, een op zich normale praktijk voor het beheersen van het kredietrisico van een bank. De manier waarop dit gebeurde was als volgt. De individuele hypotheekleningen waren te klein om zomaar te verkopen. Daarom maakten de banken pakketten van hypotheekleningen. Deze pakketten bevatten hypotheekleningen van verschillende kwaliteit: zowel leningen aan personen met een hoge kredietwaardigheid als aan personen met een lage kredietwaardigheid. Om nu de pakketten te kunnen verkopen werden deze gewaardeerd door zogenoemde *credit rating agencies*, waarvan Moody's, Standard & Poor's en Fitch de bekendste zijn. Deze waardering moest de mate van kredietwaardigheid van het hele pakket weergeven. Een probleem was dat de *rating agencies* werden betaald door de banken die de pakketten aanboden. Daardoor ontstond de neiging de kredietwaardigheid van deze pakketten hoger in te schatten dan ze werkelijk was. De pakketten werden doorverkocht aan institutionele beleggers, die deze producten maar wat graag kochten. Met de lage rente konden ze anders hun rendementsdoelstelling niet halen. De banken ontvingen geld waarmee ze nieuwe kredietleningen konden verstrekken en liepen niet meer het kredietrisico, zodat ze ook minder kapitaal achter de hand hoefden te houden. Een nadeel was wel dat het gemak waarmee risico kon worden doorgegeven, de bank de prikkel ontnam nog goed het risico in te schatten. Een ander probleem bleek bij het uitbreken van de crisis.

Wat ging er voor de banken in deze fase mis? Het was de bedoeling dat deze pakketten werden verkocht aan eindgebruikers: pensioenfondsen en investeerders die los staan van de banken. Mochten de hypotheke niet afgelost worden, dan hadden deze investeerders een probleem en zouden zij een deel van hun vermogen moeten afboeken. Vervelend, maar verder geen bedreiging voor het financiële systeem. Zo bleek het niet te zijn gegaan. Een deel van deze pakketten was aan de banken zelf verkocht, maar dan aan een andere afdeling, namelijk de afdeling die bedrijven en overheden helpt bij het naar de beurs brengen van leningen en aandelen. Als onderdeel van deze activiteiten houden de banken een handelsvolume effecten (aandelen en obligaties) aan. Ze kochten ook delen van de pakketten met hypotheke.

Ook indirect bleken de banken nog het risico van de hypotheke te dragen. Hoe was dat gedaan? De hypotheke waren deels verkocht aan speciaal opgerichte juridische eenheden, de zogenoemde Special Investment Vehicles (SIV) of ook wel conduits. Dit waren juridische constructies, die zelf geen vermogen bezaten. Zij leenden geld op de geldmarkt en investeerden dat in de pakketten met hypotheke. Dit was zeer aantrekkelijk, want op de geldmarkt wordt een lage rente betaald, terwijl op de hypotheke een hoge rente wordt vergoed. Er zat echter een addertje onder het gras. De looptijd van de hypotheke is vele jaren. De looptijd van de leningen op de geldmarkt is veel korter, zeg een half jaar tot een jaar. Dit verklaart deels het renteverskil tussen beide markten. De *mismatch* in looptijden betekent dat de SIV's regelmatig hun geldmarktleningen moesten vervangen door nieuwe leningen omdat de oude moesten worden afgelost.

Samenvattend, in deze euforische fase is een fragiel evenwicht ontstaan. Personen zonder een vaste baan en vermogen hebben een huis gekocht in de vooronderstelling dat de huizenprijzen wel zullen blijven stijgen en dat ze anders wel een vaste baan zullen vinden. Financiële beleg-

gers hebben veel belegd in producten die hypotheeken als onderpand hebben. In veel gevallen zijn deze beleggingen gefinancierd met kortlopende leningen. Mocht de rente stijgen, dan kunnen zowel de huiseigenaren als de beleggers in de pakketten met hypotheeken in de problemen komen.

DE RENTE STIJGT

De rente gaat stijgen en dan blijkt hoe fragiel de situatie is. Door de stijging van de rente konden de hypotheeknemers niet meer aan hun verplichtingen voldoen. De huizenprijzen daalden, dus de banken konden hun geld ook niet verkrijgen door het verkopen van het onderpand. De waarde van de hypotheekpakketten daalde. Daardoor werd het moeilijk voor de SIV's om nog leningen op de geldmarkt te krijgen. Degenen die de leningen moesten verstrekken zagen ook dat het onderpand in waarde was gedaald en wilden een hogere rente of maar een deel van het benodigde bedrag lenen. Al gauw bleek dat banken nog delen van deze hypotheekpakketten bezaten of in ieder geval het risico op wanbetaling daarop liepen. De meeste banken wisten echter niet hoeveel risico ze liepen en wisten daardoor ook niet hoeveel geld ze zelf de komende tijd nodig hadden. Bijgevolg was hun onbekend hoeveel geld ze op korte termijn konden uitlenen aan andere banken. Hierdoor kwam de interbancaire geldmarkt nagenoeg tot stilstand.

Het stilvallen van de interbancaire geldmarkt is voor de werking van het financiële systeem zeer ernstig. Door de dag heen sluiten de handelaren van de banken allerlei transacties af. De omvang van de transacties die ze afsluiten is gebonden aan de individuele limieten die elke handelaar opgelegd heeft gekregen maar niet aan de totale positie die de bank in de markt heeft. Hierdoor zal het bijna altijd zo zijn dat aan het einde van de dag de ene bank geld overheeft en de andere geld tekort komt. Op de interbancaire

geldmarkt leent dan de bank met tekorten van de bank met overschotten. Normaal gesproken hoefde hiervoor geen onderpand geleverd te worden. Door de dag heen handelt men onder de aanname dat liquiditeiten (geld voor de korte termijn) er altijd wel zijn. Als dat niet zo is, dan kan men door de dag heen niet vrij handelen. Elke bank zal dan bij elke transactie moeten nagaan of het netto saldo niet te veel verstoord wordt. Bijgevolg worden er dan bijna geen transacties gedaan. De Europese Centrale Bank was de eerste die het gevaar zag en is in de zomer van 2007 de banken met omvangrijke leningen te hulp geschoten.

Kortom, wat begon als een probleem op een kleine deelmarkt in de Verenigde Staten, werd door de internationale verwevenheid van de financiële partijen een crisis in de hele westerse financiële wereld.

SLOTBESCHOUWING

In het voorafgaande hebben we gezien dat de kredietcrisis is ontstaan door een opeenstapeling van ontwikkelingen. Grote overschotten op de lopende rekening van China en tekorten op dezelfde rekening van de Verenigde Staten resulteerden samen met een ruim monetair beleid van de Verenigde Staten in een lage rente. Deze lage rente leidt ertoe dat onkredietwaardige personen toch leningen krijgen. Voor de banken biedt dit een mogelijkheid winst te maken en de algemene opinie en politiek juichen het toe dat deze armere Amerikanen zich een eigen huis kunnen veroorloven. Vervolgens willen de banken het risico dat ze lopen verminderen en verpakken de hypotheekleningen in pakketten. Deze worden gretig door andere beleggers afgenomen omdat ze een hoog rendement beloven.

De hier zeer kort geschetste ontwikkelingen roepen ten minste twee vragen op. De eerste is: heeft dan nooit iemand gewaarschuwd voor de gevaren? De tweede vraag is: het is duidelijk dat de ontwikkelingen zo door elkaar heen lopen dat niet een hoofdschuldige valt aan te wijzen,

maar hoe zit het dan met de verantwoordelijkheid? Met ‘nu ja, het is ingewikkeld’ kunnen leiders en individuen toch niet hun verantwoordelijkheid ontlopen?

Allereerst de vraag of niemand voor de ontwikkelingen heeft gewaarschuwd. Voor delen is zeker wel gewaarschuwd. Al sinds het begin van de jaren negentig maken internationaal economen zich zorgen over het voortdurende tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten. Dit tekort geeft aan dat de Verenigde Staten steeds meer schulden in het buitenland maken. Hoe lang wil het buitenland dat nog accepteren, wat zullen de gevolgen voor de dollar zijn? Dergelijke vragen zijn door internationaal economen veelvuldig bestudeerd. Tot hun verbazing liep het lang niet zo dramatisch af als ze hadden verwacht. Zo zelfs, dat de zeer bekende internationaal economen Maurice Obstfeld en Kenneth Rogoff in 2005 een artikel beginnen met (vrij vertaald): “Dit is nu ons derde artikel binnen vijf jaar dat we schrijven over het toenemende tekort op de lopende rekening van de vs en de mogelijke gevolgen voor de wisselkoers als de lopende rekening richting haar evenwicht zou gaan”.⁵ De verbazing over het feit dat het tekort nog steeds bestaat zonder dat er verschrikkelijke dingen zijn gebeurd, druipt van dit citaat af. Hetzelfde geldt voor sommige beleidsmakers. Vanaf het jaarverslag van 2003 wijst de president van De Nederlandsche Bank, Nout Wellink, elk jaar weer op de gevaren van het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten en het overschot van China. Ook binnen in het Internationaal Monetair Fonds wordt dit politiek heikele punt aangesneden. In 2005 bijvoorbeeld wijst de toenmalige topeconoom van het IMF, Raghuran Rajan, in een lezing voor het Cato Institute te Washington DC op de gevaren van de onevenwichtigheid tussen China en de Verenigde Staten. Het tekort van de vs acht hij op de lange termijn onhoudbaar.⁶ Concluderend kunnen we stellen dat zowel academici als beleidsadviseurs voldoende aandacht hadden voor de diepste oorzaak van de huidige crisis, namelijk de wereldwijde onevenwichtigheden op de betalingsbalans.

Anders ligt dit met de verschillende problemen in de financiële sector. Sommige problemen werden wel opgemerkt, andere niet of nauwelijks, en vaak werd er uiteindelijk niets mee gedaan. Op 5 december 1996 waarschuwt Alan Greenspan voor de kans op overwaardering van de aandelenmarkt. Hij gebruikt daar de woorden ‘irrational exuberance’. Deze woorden vormen in 2000 de titel van een boek van Yale-hoogleraar Robert Shiller. In de tweede helft van de jaren negentig maken centrale banken zich zorgen over de overwaardering op de aandelenmarkten. Ze vragen zich af of ze deze *asset inflation* niet moeten betrekken bij het bepalen van het monetaire beleid. Uiteindelijk gebeurt dit niet omdat men niet ziet hoe men zowel de gewone inflatie (stijging van prijzen van goederen en diensten) als de *asset inflation* (stijging van de aandelenprijzen) op een evenwichtige manier samen kan bestrijden. Dan ontploft de internetbubbel en is het gevaar van overwaardering van de aandelenprijzen geweken.

Wel begint men in de periode 2003-2005 zich zorgen te maken over de huizenmarkt in de Verenigde Staten. In 2003 wijst William Poole van de FED of St. Louis op de fragiele financiële basis van Fannie Mae en Freddie Mac.⁷ Dit zijn instellingen die door de Amerikaanse overheid gegarandeerde hypotheekleningen uitgeven en kopen. Naar de mening van Poole worden deze instellingen veel te veel gefinancierd met leningen op korte termijn. Dat maakt hen kwetsbaar, en hij vindt dat het kapitaal van deze instellingen omhoog moet. In 2005 wijst Greenspan op een overwaardering van de huizen in delen van de Verenigde Staten. Het is geen natiebrede bel, maar toch zijn er indicaties dat de prijzen te hoog zijn en mensen uit speculatieve motieven huizen kopen en later weer verkopen. Over het gevaar van het niet kredietwaardig zijn van de leners rept hij niet. Wist hij het niet? Voor een publiek van centrale bankiers betoogt Raghuran Rajan van het IMF in 2005 dat de financiële innovatie ons tot nog toe wel voorspoed heeft gebracht, maar dat de wereld er ook veel risicovoller door

is geworden. Hij beveelt daarom aan dat we ons voorbereiden op “the low probability but highly costly downturn”.⁸ Ook in andere documenten signaleert het IMF wel problemen in de financiële sector, maar uiteindelijk wordt er nagenoeg niets mee gedaan.

Het Independent Evaluation Office (IEO) van het IMF heeft de advisering van het IMF voordat de crisis uitbrak onderzocht.⁹ Het concludeert dat het IMF de gevaren van de onevenwichtigheden op de betalingsbalans goed heeft onderkend en daar ook voldoende voor heeft gewaarschuwd. De gevolgen van deze onevenwichtigheden voor de financiële sector zijn echter niet goed gezien en als ze gezien werden, dan werd er niets mee gedaan. Het IEO wijt dit aan groepsdenken. Bij het IMF dacht men te veel dat een crisis in de financiële sector van de rijke westerse landen niet mogelijk was. Dit is een beeld dat breder leefde. Uit gesprekken met bankiers en de bijdrage van Boot aan deze bundel blijkt dat men het niet voor mogelijk hield dat de geldmarkt kon opdrogen, dat er geen liquiditeiten geleend konden worden. Voor het IMF kwam daar nog bij dat men niet beschikte over onafhankelijke gegevens van de belangrijkste landen en dat het in die tijd drastisch moest reorganiseren.

In het voorafgaande is gebleken dat de crisis door het gedrag van alle betrokken partijen is veroorzaakt. Hoe zit het dan met de verantwoordelijkheid? Dit is het centrale thema van deze bundel. Hierbij laten we het probleem van de onevenwichtigheden tussen de vs en China liggen. Het is bekend dat China niet bereid is openlijk over de wereldwijde gevolgen van zijn beleid van een ondergewaardeerde koers te praten. Tijdens de top van de G20 in februari 2011 wist het dit onderwerp ook weer af te zwakken dan wel van de tafel te krijgen. Resteert de verantwoordelijkheid van toezichthouders, bankiers en consumenten. Hadden bankiers niet beter het risico van hun producten moeten inschatten en beheren? Hadden toezichthouders niet kritischer moeten zijn en eerder maatregelen moeten nemen?

En hadden de consumenten zich niet meer bewust moeten zijn van de risico's?

NOTEN

1. De gegevens zijn ontleend aan C. van Ewijk en C. Teulings, *De Grote Recessie. Het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Amsterdam 2009, Uitgeverij Balans. Dit boekje geeft een goed beeld van verschillende aspecten van de kredietcrisis.
2. Zie bijvoorbeeld E. de Jong, 'Hoe de ene crisis de andere oproept', *Economisch Statistische Berichten*, 94(2009), pp. 780-782.
3. De rest van deze alinea is gebaseerd op H.M. Schwartz, *Subprime Nation. American Power, Global Capital and the Housing Bubble*, Ithaca en Londen 2009, Cornell University Press. Met name de hoofdstukken 4 en 7 gaan in op de rol van de huizenmarkt.
4. Zie J. Koelewijn, 'Het was onmacht. Geen schuld', *NRC Handelsblad*, 31 januari 2009.
5. M. Obstfeld en K.S. Rogoff, 'Global current account imbalances and exchange rate adjustments', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (2005), pp. 67-123.
6. R.G. Rajan, *Remarks on global current account imbalances and financial sector reform with examples from China*, toespraak Cato Institute, Washington DC, 3 november 2005.
7. Zie William Poole, 'Housing in the macroeconomy', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, mei/juni (2003), pp. 1-8.
8. R.G. Rajan, 'Has financial development made the world riskier?', *NBER Working Paper* no. 11728 (2005), p. 37.
9. Zie Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, *IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis. IMF surveillance in 2004-07*, International Monetary Fund, 2011, Washington DC.